



ACHIM SZEPANSKI 2017-11-24

LIPUMAS “THE SOCIAL LIFE OF FINANCIAL DERIVATIVES” (4)

ECONOFICTION ABSTRACT RISK, CAPITAL, CAPITALISM, DERIVATE, FEATURED, FINANCE, LIPUMA, MARXISM, SPECULATIVE CAPITAL

Das zentrale Argument, das LiPuma in dem Abschnitt über die Temporalität des spekulativen Kapitals herausarbeitet, besagt, dass die Derivatmärkte selbstreferenziell eine zeitliche Progression in Gang setzen, mit der das abstrakte Risiko bis zu einem Level vorangetrieben wird, an dem selbst kleine Turbulenzen an den Märkten zu einem systematischen Zusammenbruch führen können. Die Neigung zur Instabilität, welche die Krise induziert, baut auf der zeitlichen Dynamik der Märkte auf. Es gibt eine direktionale Dynamik, die auf ein steigende Komplexität und Instabilität der Märkte hindeutet, die LiPuma mit dem Tretmühleneffekt zu erklären versucht. Damit muss unbedingt die Problematik der Zeit, nämlich die Diskrepanz zwischen der abstrakten Zeit und der Zeit der Agenten angesprochen werden, Zeiten die wesentlich verschieden sind. Das finanzielle Feld besitzt darüber hinaus eine Vielzahl von Zeitlichkeiten, die miteinander verflochten sind.

Einige Zeiten zeigen das Soziale an den Finanzmärkten an. Da sind zum ersten die historischen Trajektoren zu erwähnen, insofern die Finanzökonomie sich in ihren Strukturen seit den 1970er Jahren dramatisch verändert hat, wenn es etwa um die Erfindung neuer finanzieller Produkte, Gefüge und Formen spekulativen Kapitals geht, die von den Akteuren wiederum als spekulativer Ethos verinnerlicht werden. Das entscheidende Feature ist hier für LiPuma der historische Aufstieg des zirkulatorischen Kapitals als Koevolution des spekulativen Kapitals, der Hedgefonds und anderer genuin spekulativer Investments sowie der von abstrakten Risiken angetriebenen Derivate. Auf einem granularen Level betrifft diese Evolution eine neue Form von Temporalität, die über die Finance und ihren Einfluss hinausreichen. Es gibt an den Finanzmärkten eine zeitliche Dynamik zu vermelden, deren Richtung hin zur Entropie verläuft, welche anzeigt, dass Krisen den Derivatmärkten immanent sind. Dabei können die einfachen linearen Modelle, wie sie quantitative Analysten immer noch anwenden, die komplexen und abstrakten Zeitlichkeiten an den Finanzmärkten kaum erfassen.

Es ist schließlich die Zeitlichkeit der abstrakten Risiken, welche die Finanzmärkte fundiert und vorantreibt. Um Profite im Nullsummenspiel zwischen zwei Vertragspartnern (der Gewinn des Einen ist der Verlust des Anderen, auf mikroökonomischer Ebene) zu generieren, muss die Richtung der Volatilität antizipiert werden, die durch das abstrakte Risiko vorgegeben wird. Aufbauend auf dem Konsens der Marktteilnehmer und der Richtung der Volatilität, die von bestimmten Komponenten des abstrakten Risikos beeinflusst wird, hängen die Profite, die an den Märkten generiert werden, davon ab, dass die Preise in die gewünschte Richtung rekalibriert werden. Dabei geben die Akteure sich einem Narrativ hin, das davon erzählt, dass es die Derivate selbst seien, die sich auspreisen würden. Das Derivat wird als der Agent identifiziert, der die Preissetzung vornimmt und damit werden die sozialen Umstände der Rekalibration der Preisbewegungen ausgeblendet. Zudem wird ausgeblendet, dass die konstante Rekalibration der Derivats angesichts eines flows von unsicheren ökonomischen und politischen Ereignissen stattfindet. Diese temporale Kontingenz kann nur nullifiziert werden, wenn man sozusagen eine vollkommen reine Arbitrage annimmt, die aber gerade von den Modellen ausgeschlossen wird.

Neben der Volatilität bzw. den Preisfluktuationen ist also die Zeit eine der wichtigen Variablen, welche den Derivatvertag designt und definiert. Mit ihrem Design befinden sich die Derivatverträge innerhalb einer vordefinierten zeitlichen Parenthesis. Die Finanzökonomie reduziert die Zeitlichkeit an den Finanzmärkten auf eine abstrakte und formale Zeit, die als umkehrbar, sicher und einer transhistorischen Logik der Maximierung des Nutzens zugehörig angenommen wird. Dies steht allerdings im scharfen Kontrast zu den aktuellen Praktiken der Akteure an den Finanzmärkten, welche die Zeitlichkeit der mathematischen Modelle ständig überschreiben und diskontieren. Zuletzt weist LiPuma noch auf die Zeitlichkeit der Arbeitsplätze in den Finanzunternehmen hin. Sie muss im Rahmen der Untersuchung des finanziellen Habitus der Agenten analysiert werden.

Derivatmärkte sind inhärent so instabil, dass sogar ihre Volatilität oft extrem volatil ist. Ihre Zyklen bewegen sich mit

steigenden Levels des Leverage (wachsende Risiken), der Komplexität und der Instabilität. Die Derivatmärkte werden intern durch den sog. Tretmühleneffekt vorangetrieben, was auch bedeutet, dass sie zum Ende eines Zyklus immer instabiler werden; sie erzeugen selbstreferenziell einen zeitlichen Zuwachs mit steigenden Levels der abstrakten Risiken, bis zu dem Zeitpunkt, an dem selbst kleine Turbulenzen einen systemischen Breakdown erzeugen können.

Je umfangreicher an den Märkten extrem hoher Profite erzeugt werden können, desto mehr spekulatives Kapital wird angezogen, womit ein intensiver Wettbewerb zwischen den Finanzunternehmen forciert wird, der wiederum die Motivationen der Marktteilnehmer, das Leverage zu erhöhen, vorantreibt, um damit wieder den durch den Wettbewerb forcierten Erfolg zu steigern. LiPuma nennt dies den pathologischen, progressiven Impuls der modernen Derivatmärkte. Der Tretmühleneffekt und seine Regulation liegen im Zentrum der Ökonomie und der Kultur der finanziellen Zirkulation.

Im Oktober 1987, an dem sich die Aktienmärkte vor allem in Asien im freien Fall befanden, sieht LiPuma erstmals den Tretmühleneffekt. LiPuma zeichnet diesen Effekt anhand der Asienkrise nach, ausgehend von Portfolio-Versicherungen, die abgeschlossen wurden, um (mittels Optionen) den Fall der Aktienpreise zu hedgen, bis hin zum Verfall der Liquidität an den Märkten (eine Masse von Verkaufsorder trifft dann auf keine Nachfrage mehr). Mit den Short-Positionen sollten die Verluste an den Aktienmärkten ausgeglichen werden. Als aber immer mehr Future-Verträge verkauft wurden, setzte der Tretmühleneffekt ein. Die Käufer insistierten auf einem reduzierten Preis der Derivate und erhöhten damit das Risiko, und sie hedgten ihre langfristigen Fukture-Verträge selbst, indem sie unterliegende Aktien verkauften. Diese senkte wiederum die security prices und leitete eine neue Runde im dynamic hedging ein. Als der Aktienhandel einbrach, waren die Stock Index Futures nicht mehr zu lesen oder zu kalkulieren, sodass den Future-Verträgen, die sich im Herzen des dynamic Hedging befanden, kein bestimmter Wert mehr zugeordnet werden konnte. In solch einem Fall kann die Wiederherstellung der Liquidität an den Märkten nur durch externe, das heißt nicht durch den Markt initiierte Interventionen geschehen.

Die Verlockung für den Derivathandel ist das Versprechen, dass der Return viel höher als der auf Staatsanleihen oder der auf Investitionen in produktives Kapital ist. Dadurch werden immer mehr Teilnehmer in die Märkte geschleust, womit sich sowohl die Nachfrage nach Derivaten als auch die Volatilität erhöht, und zwar durch die Einführung eines extrem mobilen spekulativen Kapitals, was man heute euphemistisch als schnelles oder heißes Geld bezeichnet.

Das Kopieren erfolgreicher Strategien und Ideen ist darin ein gängiges Muster des Verhaltens der Marktteilnehmer, sodass aus wenigen lukrativen Trades schnell die Trades der Massen (crowded trades) werden. Für Individuen, die sich an den Märkten befinden, ist das in kurzfristigen Zeiträumen sattfindende und konkurrenzgetriebene Trading vollkommen rational, indem sie oft genug einfach die Shareholder-Postionen solcher Unternehmen wie Citigroup oder Goldman Sachs kopieren, oder Renditen wie der Hedgefonds Greenlight Capital oder Citadel Investment Group erwarten.

Für die Banken und die finanziellen Institutionen großer Konzerne zeigt sich der Sharholder-Value in den Aktienkursen ihrer Unternehmen, wobei die Trajektoren dieser Preise in den vierteljährlichen Berichten und Konferenzen festgehalten werden. Die entscheidende metrische Variable für den Anstieg des Shareholder-Values ist das sich beschleunigende Wachstum der Revenues. Dies betrifft sowohl die Menge der Assets, die ein Fondsmanager verwaltet, als auch die Rate des Rückflusses eines Portfolios. LiPuma sieht drei wesentliche Charakteristiken für die Struktur der in diesen Vorgängen implizierten Strukturen der Anreize: Sie sind kurzfristig, wettbewerblich organisiert und vollkommen monetär durchtränkt. Alles ist um den kurzfristig organisierten Wettbewerb zwischen den sich im finanziellen Feld befindenden Teilnehmern zentriert. Unter diesen Bedingungen darf kein Trader eine als profitabel geltende Derivatposition versäumen, egal welche Risiken in Zukunft noch auftauchen könnten.

Lukrative Geschäfte an den Märkten ziehen heute sofort enorme Geldkapitalflüsse an, wobei mit der steigenden Nachfrage die Renditen der Verkäufer fallen, wenn bestimmte Marktteilnehmer dieselbe Position nachfragen. Es ist ein Charakteristikum der Finanzmärkte, dass es eine zeitliche Kompression gibt, mit der die Beschleunigung der Trades die Margins und Renditen eines Unternehmens dünn werden lässt. Die Antwort der Trader darauf ist, dass sie ihr Leverage erhöhen, worauf wiederum die Masse der Trader mit der Anwendung derselben Strategien antworten muss. Ein wichtiger Punkt des Tretmühleneffekts besteht einfach darin, dass die Progression des Marktes es erfordert, dass die Marktteilnehmer ihre Risikobereitschaft ständig erhöhen. Unvorhergesehene Risiken und Probleme können daher zu gigantischen Swings in der Volatilität führen, die sich gegenseitig aufschaukeln. Diese Swings in der Volatilität werden übertrieben, wenn Hedgefonds, die mit einem hohen Leverage arbeiten, auf langfristige Papiere wie Hypothekenkredite angewiesen sind, aber schnelles Geld besitzen, das kurzfristig angelegt werden soll.

Was in diesem Kontext für die Akteure kurzfristig rational sein kann, wird für den Markt als Ganzes zum Problem. Finanzielle Krisen sind nicht einfach Konsequenzen von zufälligen Ausbrüchen, wie Nicholas Taleb das mit seinen »Black Swans« angenommen hat, sondern sie sind Resultate einer strukturellen Tension/Spannung oder Störung, die den Zeitlichkeiten der Finanzmärkte immanent ist. Dabei können externe News durchaus die Krisenprozesse beschleunigen. Die Dauer des Niedergangs der Liquidität wiederum korrespondiert der strukturellen Anfälligkeit der Märkte, zu der die hoch gehebelten Derivatpositionen beitragen, die besonders für beschleunigte Liquidationen anfällig sind.

Zentral für die zeitliche Dynamik an den Finanzmärkten ist die Kategorie des Risikos, denn diese ist die Essenz für die spezifische Form der Wetten, die sich für das spekulative Kapital mit den Derivaten artikuliert. Und dies kreiert ein soziales

Feld, das dadurch charakterisiert ist, dass die Marktteilnehmer die Risikostruktur unbedingt in ihre Habiti einbeziehen müssen. Das systemische Risiko zeigt sich dann im Vertrauensverlust in die Zahlungsfähigkeit der Gegenparteien und wird als die gegenseitige Einschränkung der Liquidität realisiert. Es wird eine Bewegung in Gang gesetzt, mit der die Realisierung einer bestimmten Höhe der Profitabilität zum Basislevel desjenigen zeitlichen Rahmens wird, auf den künftig referenzialisiert wird. Egal, was an den Märkten konkret passiert, die systemische Dimension des Risikos, die auf den Markt als Ganzes bezogen ist, kann eine Krise auslösen. Dies ist der modus operandi der Finance und der Derivate, insofern das Risiko gleichzeitig aber eine konkrete spekulative und eine sozial generierte Aktivität ist, welche den Markt mit seiner systemischen Kohäsion durchtränkt. Dabei ist der Preisverfall der Derivate während einer Krise keineswegs auf ein falsches Auspreisen zurückzuführen, vielmehr drückt der Preis des konkreten Risikos die Zeitlichkeit des systemischen Risikos aus. Das falsche Auspreisen zeigt den internen strukturellen Zustand der Märkte an, die durch den Tretmühleneffekt angetrieben werden. Dabei widerstreben sich zwei notwendige Tendenzen, nämlich die Notwendigkeit, das Risiko zu erhöhen, und die Notwendigkeit, die Integrität des Marktes zusammenzuhalten. Diese beiden gegensätzlichen Tendenzen produzieren eine intrinsisch-strukturelle Spannung, die sui generis sozial ist und zugleich in der Logik des spekulativen Kapitals selbst liegt. Diese immanente Logik besagt nicht, dass der Markt einer linearen Logik folgt und systemisch zusammenbrechen muss, aber sie begründet die Möglichkeit von Krisenprozessen, die den Finanzmärkten immanent sind.

Strukturell konzentriert sich die Temporalität der finanziellen Geldströme auf Kurzfristigkeit, ja auf das Kurzfristige, das gerade möglich ist. Dies zeigt sich auch an der Suche des spekulativen Kapitals nach neuen Arbitrage-Möglichkeiten, eine Situation, bei der gegensätzliche Positionen die Risiken neutralisieren, den time-lag zwischen dem Beginn der Derivat-Position und dem gesetzten Verfallsdatum. Diese Mechanismen setzen die Direktionalität und die Kompression der Zeit in Gang, sei es bezüglich der derivativen Positionen oder des Versuchs, das spekulative Kapital so optimal wie möglich zu verwerten.

Für LiPuma konstituiert hier die Zeit selbst eine Form des abstrakten Risikos. Zeit ist eine ubiquitäre Form des Risikos, die für jeden Typus des Derivats gilt. In der Produktion minimieren die Akteure extern generierte Risiken, indem sie die Zeithorizonte verlängern. Ein inverses Set von Risikobedingungen determiniert hingegen die Zirkulation. Da jedes Derivat ein Verfallsdatum und die in ihm involvierte Zeitperiode keinen externen Referenten hat, ist die Zeit sowohl eine Quelle als auch eine quantifizierbare Dimension des Risikos. Für das spekulative Kapital bedeutet die Minimierung der Risiken eine Kompression oder Neutralisierung der Effekte der Zeit: Volatilität, Marktinstabilität und das Auftauchen von kontingenten Ereignissen. Diese Stauchung der Zeit besitzt auch einen qualitativen Effekt: Das spekulative Kapital generiert über das Mittel der Konnektivität, das Derivative, ein Ende in sich selbst; das Derivat dient als Quelle der Profite und der eigenen Reproduktion. Die daraus entstehende Kultur und Ökonomie der Finance bringen neue soziale Formen wie die des abstrakten Risikos hervor, neue Technologien wie das Auspreisen der Derivate durch mathematische Modelle und neue selbstbezügliche vertragliche Arrangements. Faktoren wie Selbstreferenzialität, die Stauchung der Zeit und die Monetarisierung des Risikos generieren die Derivatmärkte, deren Konstruktion der Zeit kein notwendige Relation zu den Märkten der Underlyings unterhält oder etwa zur Zeitlichkeit der Institutionen, inklusive der finanziellen Institutionen.

Es gibt zwei verschiedene Sichtweisen in der Finanztheorie, wie die Zukunft zu behandeln sei; erstens ein ökonomisches Modell, mit dem behauptet wird, dass die Unsicherheit an den Finanzmärkten selbst keine Zukunft hätte, da die Finanztheorie die adäquaten Instrumente und Technologie zur effektiven Zukunftsbewirtschaftung besäße und eine Zukunft, die zunächst als unsicher eingestuft wird, in ein wahrscheinlichkeitstheoretisches Modell übersetzen könne, das quantifizierte Risiken effektiv behandle. Die zweite Sichtweise betrifft die praktische Behandlung der Zukunft durch die Agenten an den Finanzmärkten. Diese Konzept ist im Habitus der Akteure begründet. Die Trader überschreiben in ihren Praktiken ständig die Preise und die in den Verträgen festgelegten Bedingungen, sie verhandeln den Preis neu und rekalibrieren ihn, indem sie sich auf die sich verändernden Ströme von kontingenten Ereignissen beziehen, und zwar durch die Prismen ihrer Sichtweisen der Märkte und der Welt.

Die erste Konzeption hat, indem sie die Konzentration weg von der Unsicherheit auf das Risiko verlegt, in den letzten 40 Jahren die Infrastruktur des theoretischen Wissens verändert. Die Schaffung eines spekulativen Ethos, das die Akteure und die Institutionen anregt, hohe Risiken einzugehen, korrespondiert der Annahme, dass es eine gewisse Sicherheit bezüglich der Zukunft der Märkte gibt. Die Sichtweise, die in den ökonomischen Modellen inskribiert ist, besteht darin, dass die Zeitlichkeit der derivativen Instrumente einer wissenschaftlichen Kontrolle unterliegt, da die Derivate exakte Verfallsdaten besitzen und es möglich ist, die fluktuierende Volatilität zu prognostizieren.

Die Vorstellung, dass die Derivate immun gegen Kontingenzen seien, eliminiert das Historische und das Soziale. Gerade die Finanzkrisen zeigen aber immer wieder, dass die Derivatmärkte sich in Umgebungen der Unsicherheit befinden. Unsicherheit ist eine destillierte und multivariable Form, im Gegensatz zum Risiko als einer messbaren Variablen. Es wird aber abgenommen, dass das von der Finanztheorie konstruierte Modell des Marktes mit dem Modell identisch sei, das die Akteure in ihrer Praxis benutzen, und dass es das Modell den Akteuren erlaube, die Zukunft zu kennen und sie vorherzusehen, weil das Modell das Risiko mathematisch korrekt darstelle. Man geht davon aus, dass es einen wahren Preis gibt und immer Gegenspieler an den Märkten vorhanden sein werden, welche Derivate kaufen. Für LiPuma gibt es

allerdings eine außerordentliche Diskrepanz zwischen den abstrakten Annahmen der Finanztheorie bezüglich der Sicherheit an den Märkten und den Erfahrungen der Trader, die ganz real mit einer großen Unsicherheit an den Märkten konfrontiert sind. Es gibt deswegen eine konfuse Vermischung zwischen dem Modell, das die ökonomische Realität designt, und der Realität des ökonomischen Modells. Zudem ist das Universum der Wahrscheinlichkeiten und ihrer Zusammenhänge selbst eine unbekannte Wahrscheinlichkeit.

Foto: Bernhard Weber

← PREVIOUS NEXT →